

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Kebijakan perusahaan dalam menyesuaikan struktur modal menjadi isu yang sangat substansial untuk diteliti karena berkaitan erat dengan *cost of capital* dan nilai perusahaan. Berbagai teori struktur modal yang telah dikembangkan oleh para peneliti terdahulu mencoba menjelaskan bagaimana cara menyesuaikan struktur modal optimal. Berdasarkan *The static trade off theory* (Myers, 1984), struktur modal optimal dapat dicapai ketika *marginal benefit of debt* sama dengan *marginal cost of debt*. Jika kondisi ideal tersebut terjadi maka *cost of capital* akan mencapai titik minimum dan nilai perusahaan akan mencapai titik maksimum. Oleh karena itu, secara kontinyu perusahaan harus selalu berusaha melakukan penyesuaian agar struktur modalnya senantiasa berada pada posisi optimal. Penyesuaian tersebut tentu saja membutuhkan biaya yang biasa disebut *adjustment cost*. Myers (1984) memang menyadari pentingnya *adjustment cost* ini tetapi belum mampu memperhitungkan dampaknya terhadap kebijakan struktur modal.

Jika dampak dari *adjustment cost* ini diperhitungkan secara eksplisit dalam menentukan struktur modal optimal maka sangat mungkin perusahaan tidak harus selalu melakukan penyesuaian struktur modalnya secara kontinyu jika *adjustment cost*-nya justru lebih besar dari *benefit*-nya. Akibatnya struktur modal aktual tidak harus sama dengan struktur modal optimal. Bahkan selama *adjustment cost* lebih besar dari *benefit* maka akan lebih menguntungkan jika perusahaan menunda untuk melakukan penyesuaian. Perbedaan antara struktur modal aktual dan struktur modal

optimal ini disebut deviasi (*deviation*) atau jarak (*distance*). Dengan demikian fokus dari kebijakan struktur modal kemudian bergeser ke persoalan *adjustment cost* dan *speed of adjustment* yaitu seberapa cepat perusahaan melakukan penyesuaian untuk memperpendek deviasi atau jarak antara struktur modal aktual dan struktur modal optimal. Teori struktur modal yang berfokus pada dua aspek penting inilah yang kemudian disebut *dynamic trade-off theory* atau sering juga disebut *struktur modal dinamis*.

Fischer, dkk. (1989) barangkali dapat disebut sebagai pelopor pengembangan *dynamic trade-off theory*. Menurut mereka, setelah menetapkan *adjustment cost*, perusahaan lalu menaksir struktur modal optimal. Setelah diketahui struktur modal optimal, selanjutnya perusahaan menentukan kisaran batas bawah (minimum) dan batas atas (maksimum) yang memungkinkan pergerakan struktur modal aktual di sekitar struktur modal optimalnya. Jika struktur modal aktual mencapai batas atas maka perusahaan harus segera menurunkannya agar mendekati struktur modal optimal; demikian pula sebaliknya. Dengan demikian fokus perusahaan adalah melakukan penyesuaian-penyesuaian agar struktur modal aktual sama atau tidak menyimpang jauh (*deviate*) dari struktur modal optimalnya dengan senantiasa memperhatikan *recapitalization cost* atau *adjustment cost*.

Para peneliti selanjutnya berupaya mengembangkan model Fischer, dkk. (1989) tersebut untuk mengukur kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) berdasarkan karakteristik perusahaan sebagai determinan struktur modal. Fama dan French (2002) menggunakan teknik *Fama-McBeth regression* (FMR) dan menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal perusahaan-perusahaan

publik di Amerika Serikat relatif lambat yaitu 12% per tahun. Sedangkan Flannery dan Rangan (2006) menggunakan teknik *fixed effect model* (FEM) dan menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal perusahaan-perusahaan publik di Amerika Serikat mencapai level sekitar 34% per tahun. Namun Kayhan dan Titman (2007) yang menggunakan teknik *ordinary least squares* (OLS) menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal perusahaan-perusahaan public di Amerika Serikat mencapai level sekitar 8% per tahun. Perbedaan hasil-hasil riset tersebut mengindikasikan bahwa pengukuran kecepatan penyesuaian struktur modal sangat sensitif terhadap teknik statistika yang digunakan.

Pengujian struktur modal dinamis secara empiris juga telah dilakukan di banyak negara lain. Miguel dan Pindado (2001) melakukan pengujian struktur modal dinamis dan menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal perusahaan di Spanyol sangat cepat yaitu mencapai 79% per tahun akibat rendahnya biaya transaksi kredit atau penerbitan obligasi. Nguyen dan Shekhar (2007) melakukan pengujian *dynamic trade-off theory* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Tokyo dengan menggunakan *generalized method moment* (GMM) dalam periode 1992 – 2003. Mereka menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang optimal mencapai sekitar 50% per tahun.

Mukherjee dan Mahakud (2010) melakukan penelitian di India dan menemukan bahwa kecepatan penyesuaian mencapai 33% per tahun. Sedangkan Abdeljawad, dkk. (2013) yang melakukan penelitian di Malaysia menemukan bahwa kecepatan penyesuaian terhadap struktur modal yang

optimal relatif lambat yaitu sekitar 12,7% per tahun. Di samping itu mereka juga menemukan bahwa “*overlevered firm*” melakukan penyesuaian yang lebih cepat yaitu 29% per tahun dibandingkan dengan “*underlevered firm*” yang mencapai 13,1% per tahun. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan yang struktur modal aktualnya menyimpang jauh dari struktur modal yang optimal (*off-target levered firm*) melakukan penyesuaian yang lebih cepat, yaitu 17,5% per tahun, dibanding perusahaan yang struktur modal aktualnya tidak menyimpang jauh dari struktur modal yang optimal (*near-target levered firm*), yaitu 2,3% per tahun.

Karena pilihan struktur modal bervariasi antar waktu maupun antar perusahaan, kondisi makroekonomik memainkan peranan penting dalam menentukan struktur modal suatu perusahaan [Gertler and Gilchrist, 1993; Korajczyk and Levy, 2003)]. Berdasarkan kondisi makroekonomik, Hackbarth, dkk. (2006) kemudian mengembangkan model kontinjensi dan menemukan bahwa *speed of adjustment* tergantung pada tahapan dalam siklus bisnis. Mereka berargumen bahwa penyesuaian menuju struktur modal optimal lebih cepat dilakukan pada saat perekonomian sedang mengalami *boom* dibandingkan dengan saat resesi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Drobetz, dkk. (2006) di Swis juga menemukan adanya korelasi positif antara siklus bisnis dan kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal.

Pengaruh *asymmetry information* dalam kaitannya dengan *cash flow* berperan penting dalam menentukan struktur modal dinamis maupun kecepatan penyesuaianannya. Faulkunder, dkk (2012) mengkaji sebuah model penelitian untuk menguji pengaruh *cash flow* terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Mereka berargumen bahwa

penyesuaian menuju struktur modal optimal lebih cepat dilakukan oleh perusahaan yang memiliki *cash flow* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *cash flow* yang lebih rendah. Sedangkan Byoun (2008) menelaah sebuah model penelitian untuk menguji pengaruh surplus dan defisit keuangan perusahaan dalam menyesuaikan struktur modal optimalnya. Hasil penelitian Byoun (2008) menunjukkan bahwa perusahaan yang *overleveraged* akan melakukan penyesuaian ketika mengalami surplus dan perusahaan yang *underleveraged* akan melakukan penyesuaian ketika mengalami defisit.

Di samping itu *agency conflict* juga memainkan peran penting dalam menentukan struktur modal dinamis maupun kecepatan penyesuaiannya. Morellec (2012) telah mengembangkan sebuah model untuk menguji efek dari *corporate governance* sebagai mekanisme untuk mengurangi *agency conflict* dalam pembuatan keputusan struktur modal dinamis. Model tersebut kemudian dikembangkan dan diuji secara empiris oleh Liao, dkk. (2015) untuk kasus perusahaan di Amerika Serikat. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa semakin baik kualitas *corporate governance*, semakin cepat pula perusahaan melakukan penyesuaian untuk mencapai struktur modal yang optimal.

Selain itu para peneliti seperti Caballero et. al, (1995), DeAngelo, dkk. (2011), Dudley (2012), dan Shikimi dan Matsuura (2016) telah berupaya mengaitkan keputusan investasi dengan kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal. Secara khusus Shikimi dan Matsuura (2016) mencoba mengkaitkan efek dari lonjakan investasi (*investment spike*) terhadap kecepatan penyesuaian menuju struktur modal yang optimal. Dengan menggunakan data perusahaan publik di Jepang selama

periode 1978-2008, hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa jika lonjakan investasi baru didanai dengan ekuitas atau saham (*equity issues*) maka kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal mencapai 216,67% atau dibutuhkan waktu sekitar 2,2 tahun. Sebaliknya, jika lonjakan investasi baru didanai dengan hutang (*debt issues*) maka kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal mencapai 74,8% atau dibutuhkan sekitar 8 bulan. Temuan ini mengindikasikan bahwa penyesuaian struktur modal untuk membiayai investasi dengan modal yang berasal dari hutang akan jauh lebih cepat dibandingkan dengan menerbitkan saham.

Penelitian ini akan mengadopsi model yang dikembangkan oleh Shikimi dan Matsuura (2016) dengan mengambil *setting* perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selain masih relatif baru, topik ini menjadi semakin relevan untuk diteliti di Indonesia karena perbedaan *corporate culture* atau level perkembangan ekonomi, misalnya, mungkin saja akan memberikan hasil yang berbeda. Secara lebih spesifik, penelitian ini mencoba mengintegrasikan keputusan investasi dan keputusan pendanaan secara simultan dalam perspektif dinamis.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

Apakah kebijakan investasi perusahaan mempengaruhi *speed of adjustment* menuju struktur modal yang optimal?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah diuraikan, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

Untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan investasi perusahaan terhadap *speed of adjustment* menuju struktur modal yang optimal.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi dan pengembangan wawasan pengetahuan tentang kebijakan investasi perusahaan dan pengaruhnya terhadap struktur modal dalam perspektif dinamis.

1.4.2 Manfaat Praktis

1. Bagi Investor dan kreditor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pengetahuan dan pemahaman yang lebih mendalam tentang pengaruh kebijakan investasi terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan dalam perspektif dinamis.

2. Bagi Perusahaan

Penelitian ini dapat digunakan oleh pihak manajemen sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk menentukan struktur modal yang optimal pada saat *investment spike*.

1.5 Sistematika Penulisan

Struktur penulisan penelitian ini sesuai dengan pola penelitian ilmiah pada umumnya dan terdiri dari lima bab yang saling berkaitan, sebagai berikut:

BAB 1 PENDAHULUAN

Pada bab ini mengkaji latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan secara terperinci.

BAB 2 KAJIAN KEPUSTAKAAN

Pada bab ini akan membahas penelitian terdahulu, kajian teoritis mengenai struktur modal, determinan struktur modal optimal dalam perspektif dinamis, determinan *speed of adjustment*, hubungan *target behavior* dan *investment spike* berdasarkan *firm characteristic*, kerangka pemikiran teoritis, dan hipotesis penelitian.

BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini akan memaparkan desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian, jenis dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel serta teknik analisis data.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan menganalisis dan mendeskripsikan mengenai proses seleksi sampel penelitian, deskripsi statistik hasil penelitian, dan pengujian pengaruh antar variabel serta pembuktian hipotesis.

BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

Dalam bab ini berisi tentang kesimpulan dari hasil pengujian hipotesis dan penyampaian saran bagi penelitian yang akan datang.